

documentos de economía "la Caixa"

N.º 09 FEBRERO 2008

**El enigmático mundo de los
hedge funds: beneficios y riesgos**

Marta Noguer

”la Caixa”

Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.laCaixa.es/estudios

Correo-e: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - ”la Caixa”, 2008

© Marta Noguer

El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos

Marta Noguer*

Resumen:

El origen de los *hedge funds* (*HF*), que acaban de cumplir su primer año en España, se remonta a mitad del siglo xx. Desde entonces, la industria de los fondos de inversión libre (FIL), designación oficial de los *HF* en España, no ha dejado de crecer a nivel internacional pasando de contar con unos cuantos fondos en manos de célebres gestores a miles de ellos operando en un heterogéneo universo de estilos inversores, activos y mercados. A pesar de tanta heterogeneidad, conservan una serie de características distintivas: su acceso restringido a inversores cualificados, una regulación mínima, la enorme flexibilidad de sus políticas de inversión y su escasa transparencia. Esa opacidad y la complejidad de algunas de sus operaciones han convertido a los *HF* en una de las figuras más enigmáticas del panorama financiero moderno. Este documento discute las principales características de los *HF* así como su interacción con los mercados financieros. En los últimos años, la vulnerabilidad del sistema financiero a episodios aislados de colapso de un *HF* parece haberse reducido aunque ello no evita las crecientes presiones por una regulación más estrecha de sus actividades. Con todo, los beneficios que se atribuyen a este tipo de fondos impiden el consenso en este punto y exigen sopesar adecuadamente los costes y beneficios de cualquier medida que restringiera la flexibilidad inversora de la que gozan actualmente.

Códigos JEL: G10, G23, G28

Palabras clave: *hedge funds*, fondos de inversión libre, riesgo, derivados, apalancamiento

Abstract:

Hedge Funds just celebrated their first anniversary in Spain but their origins date back to the mid-twentieth century. Since then, this industry has grown continuously worldwide from a few funds in a few famous managers' hands to thousands of them operating in a heterogeneous universe of investment styles, assets, and markets. Despite such heterogeneity, they preserve a few distinctive features, mainly, their restricted access to the general public, little regulation, a huge flexibility in their investment policies and little transparency. Such opacity, combined with the complexity of some of their operations, has made *HF* into one of the most enigmatic figures in the modern financial universe. This document analyzes the main characteristics of *HF* and their interaction with financial markets. It seems that the vulnerability of the system to isolated episodes of collapse of a *HF* has decreased in recent years although this has not stop pressures to regulate *HF*. Nonetheless, the benefits that are also attributed to such funds hinder consensus on this point and demand that any measure that would restrict in any way their current investment flexibility should be subject to a full-fledged analysis of both costs and benefits.

JEL Codes: G10, G23, G28

Keywords: hedge funds, risk, derivatives, leverage

ÍNDICE

1. Introducción	5
2. ¿Qué es un <i>hedge fund</i> ?	6
2.1. Orígenes	6
2.2. Características básicas	7
2.3. Una industria en expansión	8
3. ¿A qué se dedica un <i>HF</i> ? Herramientas básicas de inversión y estrategias	11
3.1. Herramientas básicas de inversión	11
3.2. Estrategias	13
4. La rentabilidad de los <i>HF</i>	16
5. Interacción con los mercados financieros	20
5.1. Beneficios	20
5.2. Riesgos	20
5.3. Regulación y supervisión	23
6. Conclusiones	25
Referencias	27
Anexo 1: Glosario	28
Anexo 2: <i>HF</i> en tiempos de crisis	31

1. Introducción

«Cualquier episodio de volatilidad de los mercados financieros acrecienta la atención prestada por gobernantes y no gobernantes al rol de la industria de los hedge funds en la dinámica de los mercados financieros.»

Barry Eichengreen y Donald Mathieson, FMI Economic Issues 19/1999

La cita de Eichengreen y Mathieson cobra estos días renovada actualidad y un breve repaso a la prensa económica reciente confirma su observación. Efectivamente, al más mínimo tambaleo de los mercados financieros, los *hedge funds*, conocidos en España como fondos de inversión libre o fondos de cobertura, vuelven a situarse en el punto de mira de todos. Las actuales turbulencias financieras no han sido una excepción.

Si bien es cierto que los acontecimientos recientes han devuelto los *hedge funds* (*HF* en adelante) al primer plano de la actualidad económica y a pesar de que los expertos han seguido de cerca su evolución desde el casi colapso de uno de sus gigantes en 1998 (Long Term Capital Management), es aún poco lo que se sabe sobre este tipo de fondo de inversión colectiva. Tanto la opacidad que los caracteriza –por la falta de cifras oficiales y la escasa regulación a la que están sometidos– como la complejidad de las operaciones que llevan a cabo convierten a los *HF* en una de las figuras más enigmáticas de la escena financiera actual.

Asimismo, esa opacidad ha contribuido a levantar recelos respecto al impacto de la industria de los *HF* sobre el riesgo sistémico de los mercados financieros globales, sobre todo a raíz del espectacular crecimiento de dicha industria en el último decenio y al importante peso de la misma en algunos mercados. Esos recelos constituyen el punto de partida de las crecientes presiones reguladoras a las que se enfrenta actualmente la industria de los fondos de inversión libre. Sin embargo, no todo el mundo coincide en que una mayor regulación sea el camino a seguir. El principal argumento de los que disienten parte de dos premisas básicas: primero, que los *HF* no sólo aportan riesgos sino también beneficios al sistema financiero, a destacar, una mayor eficiencia de los mercados y una mejor asignación del riesgo en el sistema; segundo, que los incentivos y técnicas que los conducen a desempeñar esas funciones dependen crucialmente de la privacidad y la libertad estratégica que su escasa regulación les permite.

En definitiva, tanto el creciente protagonismo de los *HF* como la controversia actual en torno a su posible regulación acrecientan el interés por entender mejor cuál es el papel que desempeñan los *HF* en el engranaje financiero global. Con ese objetivo, este documento se estructura como sigue. La sección 2 introduce el concepto de *HF*, sus características definitorias respecto a otros fondos, sus orígenes y sus tendencias. La sección 3 discute qué hacen los *HF* y cómo lo hacen repasando sus principales herramientas y estrategias. La sección 4 analiza la rentabilidad de los *HF*. La sección 5 aborda el impacto de los *HF* sobre los mercados financieros y los argumentos a favor y en contra de una mayor regulación de sus actividades. Por último, la sección 6 concluye.

2. ¿Qué es un *hedge fund*?

2.1 Orígenes

El origen de los *HF* suele situarse en los EE.UU. de 1949 cuando Alfred Winslow Jones, doctor en sociología, estableció el primer fondo a partir de fondos ajenos por valor de 60.000 dólares y 40.000 dólares de su propio bolsillo. Empezó combinando dos técnicas inversoras que, por separado, pueden considerarse arriesgadas pero que combinadas, y según defendía el mismo Jones, permitirían reducir el riesgo de la cartera y maximizar su rentabilidad. Por un lado, ventas al descubierto –pedir prestado un título, venderlo y recomprarlo más tarde, a un precio que se anticipa menor, para devolverlo a su propietario al vencer el préstamo– y, por otro, apalancamiento –emplear fondos prestados en las inversiones–.

Jones argumentaba que al invertir en valores se incurría básicamente en dos tipos de riesgo: el riesgo de la selección particular de valores (riesgo específico) y el riesgo de una caída general del mercado (riesgo de mercado). Su objetivo era el de separar ambos tipos de riesgo, reducir el riesgo de mercado mediante ventas al descubierto y recurrir al apalancamiento para amplificar los retornos de su selección particular de activos. En la práctica, compraba títulos que consideraba infravalorados (posición larga) y vendía al descubierto valores que consideraba sobrevalorados (también denominadas posiciones cortas), de modo que el fondo se consideraba cubierto o, en su término en inglés, «*hedged*»: en caso de subir el mercado, sus posiciones largas subirían y se incurrirían en pérdidas en las ventas al descubierto; si el mercado bajaba, sus ventas al descubierto compensarían el menor valor de las posiciones largas. Y de aquí el término «*hedge funds*».

«*Hedge*» se traduce literalmente como «cobertura» y, en el contexto financiero, una operación de cobertura se emprende con el objetivo de reducir o cancelar el riesgo acarreado por otra inversión. Así pues, «*hedging*» es una estrategia que tiene como objetivo principal minimizar la exposición de una cartera a determinados tipos de riesgo. De ahí que, tradicionalmente, se entienda por *hedge fund* un tipo de fondo que, combinando posiciones largas (compras), cortas (ventas al descubierto) y otras herramientas que analizaremos en el apartado 3, pretende aislar sus apuestas de las oscilaciones generales del mercado. Este enfoque tendería a otorgar, a largo plazo, neutralidad de mercado a los *HF* (en promedio, se espera que los *HF* obtengan un retorno promedio independientemente de la evolución general del mercado –es decir, tanto si el mercado sube como si el mercado baja–).

Aunque el término «*hedge fund*» proviene del estilo inversor de los primeros fondos, el panorama actual de la industria de los *HF*, con más de 9.000 fondos, es mucho más diverso. Existen productos de todo tipo, con estilos variados y asumiendo distintos grados de riesgo, y muchos de los *HF* actuales no son neutrales respecto al mercado sino que toman posiciones direccionales (véase apartado 3.2). Con todo, ciertas características del primer fondo de Jones –como el hecho de que el gestor sea socio partícipe o que éste sea remunerado en parte por resultados– aún perviven y, a pesar de que la diversidad reinante dificulta la generalización, es posible destacar una serie de características de un *HF* típico¹.

1. La dificultad por generalizar respecto a las características de los *HF* se extiende incluso a la definición del término utilizado para referirse a dichos fondos. Así, por ejemplo, mientras el Parlamento europeo se refiere a los *HF* como *Sophisticated Alternative Investment Vehicles (SAIV)*, el Comité de Basilea utiliza el término *Highly Leveraged Institutions (HLI)*. En España, aunque el término más habitual, y el oficial, es «fondos de inversión libre», también se utiliza «fondos de cobertura», que estaría más cerca de la traducción literal estricta de *HF*. Otros términos utilizados en España para referirse a los *HF* son «fondos de inversión alternativa» o «fondos de alto riesgo» aunque son términos con sentido más amplio y podrían englobar, por ejemplo, entidades de capital riesgo.

2.2 Características básicas

Los *HF* son ante todo fondos de inversión colectiva que suelen caracterizarse por:

- Unos requisitos mínimos de inversión elevados (por ejemplo, la aportación mínima a un *HF* en EE.UU. es de 500.000 dólares; en España es de 50.000 euros). Por ello, los clientes suelen ser individuos con un patrimonio neto elevado o instituciones (empresas, fondos de pensiones y fundaciones), todos ellos inversores relativamente sofisticados².
- Sus socios inversores confían su dinero al gestor (o entidad gestora) del fondo quien cobra una comisión por resultados y otra por gestión. La primera suele oscilar entre el 15%-25% de la rentabilidad acumulada por el partícipe; la comisión de gestión acostumbra a situarse entre el 1%-2% del patrimonio³.
- Estar sometidos a escasa regulación y supervisión. La limitación a inversores de peso exige a los *HF* de ciertas regulaciones, lo que les permite gozar de más flexibilidad que otros fondos de inversión colectiva. Aunque en su folleto de inversión dan indicaciones cualitativas del tipo de estrategia que seguirán, suelen estar exentos de la obligación de publicar sus datos y de muchas leyes diseñadas para proteger al inversor. Por ello, ofrecen una transparencia limitada.
- Exigir un período mínimo previo al cierre de la inversión, en algunos casos de hasta tres años. Ello les permite reducir los fondos destinados a cubrir riesgos de liquidez. Existe un calendario predefinido para suscripciones y redenciones (cuatrimestrales o mensuales) y algunos fondos se reservan el derecho de suspensión de reembolsos en circunstancias excepcionales.

Desde el punto de vista del inversor individual, los *HF* aportan tres ventajas básicas respecto a los fondos de inversión colectiva convencionales (FICC): un retorno esperado, en principio, más elevado; un retorno menos correlacionado con el mercado; y un abanico más amplio de estrategias y activos que permiten una mejor diversificación del riesgo y aprovechar oportunidades de rentabilidad no asequibles mediante una cartera de corte más convencional. A cambio, cuentan con menor liquidez, comisiones más elevadas –la comisión que cobra el gestor del fondo es, en general, bastante superior a la de los FICC– y un menor control tanto de la estrategia como del destino final de los fondos invertidos (los gestores de *HF* gozan de mucha más flexibilidad).

A pesar de las diferencias que aún persisten entre *HF* y FICC, cabe notar que la regulación y las prácticas están cambiando paulatinamente de modo que la frontera entre los distintos fondos de inversión colectiva es cada día más difusa⁴. Los FICC empiezan a emular las estrategias de los *HF* adoptando prácticas y operando en áreas a las que, hasta hace poco, tenían acceso limitado y se consideraban propias de los *HF*. Además, aunque la diferencia fundamental entre los *HF* y un FICC continua vigente –no todo el mundo puede acceder a un *HF*

2. En EE.UU. el término exacto para denotar este tipo de inversor es «inversores acreditados» (*accredited investors*) e incluye: individuos con una riqueza neta que supere el millón de dólares o una renta anual superior a 200.000 durante los dos últimos años (una renta conyugal superior a 300.000 si se está casado) y con unas expectativas de renta similares para el año corriente; empresas; fundaciones, y fondos de pensiones (*Securities Act*, 1933).

3. En España, la comisión de gestión de los *HF* registrados en la CNMV se sitúa en torno al 1,8% del patrimonio.

4. Stulz, 2007.

y sí a un FICC—, la aparición de la figura del fondo de fondos de inversión libre ha diluido esa perspectiva. Un inversor que quiera acceder a la rentabilidad de la industria de los *HF* y no cumpla con los requisitos de acceso a dichos fondos puede invertir en un fondo de fondos de inversión libre.

Los fondos de fondos de inversión libre (*FHF*) son fondos de inversión colectiva que no invierten directamente en valores sino en una cartera de *HF* puros y que son menos restrictivos en cuanto al tipo de inversor. Al igual que un gestor de *HF*, el gestor de un *FHF* también goza de discrecionalidad a la hora de elegir en qué estrategias invertir: puede optar, por ejemplo, por invertir en *HF* que siguen una misma estrategia o bien invertir en *HF* que siguen estrategias distintas. Por ello, el universo de los *FHF* es tanto o más diverso que el de los *HF*. En general, el gestor de un *FHF* selecciona los *HF* en los que invertir de acuerdo con determinados objetivos de rentabilidad/riesgo⁵.

Con un panorama de *HF* cada vez más especializado, fruto de la creciente sofisticación y complejidad de las estrategias de inversión que utilizan, los *FHF* ofrecen diversificación y una reducción de los riesgos de inversión y de operación, además de una mayor accesibilidad. No tienen límites de inversión mínimos más allá de los establecidos en su folleto —de existir, la aportación mínima a un *FHF* es muy inferior a las habituales en los *HF*— y están abiertos, en principio, al inversor minorista.

2.3 Una industria en expansión

Como los *HF* no están obligados a desvelar ni sus resultados ni sus carteras, los únicos datos existentes sobre la industria provienen de distintas empresas comerciales que obtienen sus datos directamente de *HF* que voluntariamente los proporcionan. Los incentivos que tiene un *HF* para revelar información propia a empresas administradoras de bases de datos especializadas como Hedge Fund Research, Credit Suisse/Tremont, o TASS son, principalmente, publicidad y reputación. Dado que los *HF* no pueden recurrir a la publicidad convencional para promocionarse (sólo pueden ofertarse de forma privada), su inclusión en una base de datos les permite llegar a clientes potenciales. Esas bases de datos compilan la información para luego venderla a inversores sofisticados, *FHF*, consultores, etc. que pueden ser potenciales inversores de *HF*.

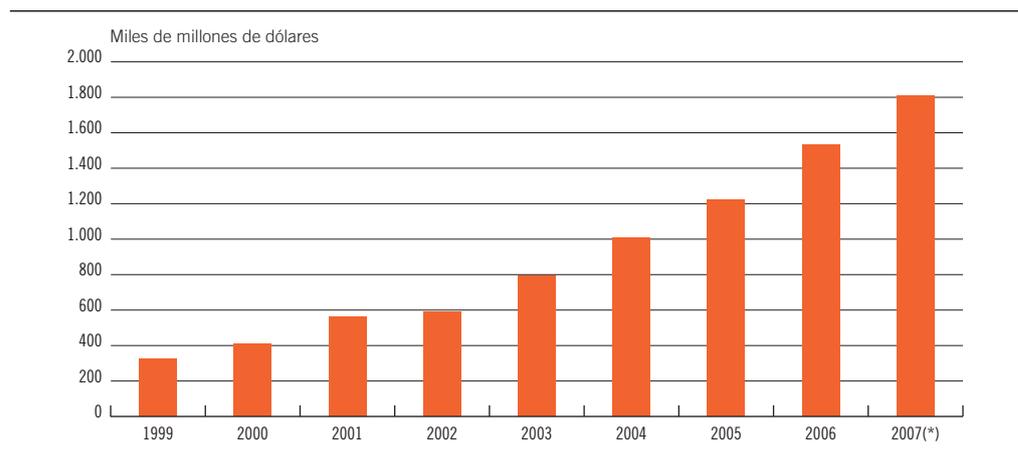
La información disponible proviene pues de una muestra incompleta de la industria y está con gran probabilidad sesgada con lo cual debe evaluarse con cierta cautela⁶. A pesar de ello, resulta útil analizar los datos disponibles. Según las estimaciones existentes, todo apunta a que la industria de los *HF* ha aumentado de forma espectacular en relevancia y tamaño en los últimos veinte años. En este tiempo, la industria de los *HF* ha pasado de unos cuantos fondos en manos de famosos gestores como George Soros o Julian Robertson a miles de fondos gestionando un patrimonio creciente y utilizando una variedad enorme de estrategias o estilos inversores. En 1990, se estimaban en unos 530; en 2005, en más de 6.700 y en 2006,

5. Los gestores de *FHF* también desempeñan una gestión activa de las inversiones buscando una asignación óptima y dinámica de los fondos, seleccionando los mejores gestores dentro de cada estilo inversor y asegurando en todo momento la calidad de la ejecución y una estructura de liquidez apropiada. Cabe notar que la comisión por resultados de los *FHF* suele ser inferior a la de los *HF* puros, normalmente en torno al 10% del resultado obtenido.

6. Un sesgo importante es el de supervivencia: cada año se liquidan un número importante de *HF*, probablemente por no alcanzar sus objetivos o perder dinero. Al no aparecer éstos en las bases de datos se sobrevalorarán los resultados de la industria en su conjunto.

en más de 9.000 (unos 6.000 *HF* y unos 3.000 *FHF*). El patrimonio global gestionado por los *HF* pasó de 30 mil millones de dólares en 1990 a más de 1,5 billones en 2006 y a finales de septiembre de 2007 ya superaban los 1,81 billones, una cantidad equivalente al 13% del PIB de EE.UU. (véase gráfico 2.1).

GRÁFICO 2.1 Aumenta el patrimonio gestionado por *HF*
Patrimonio gestionado por *hedge funds*



NOTA: (*) Datos de finales de septiembre 2007.

FUENTES: Moore Capital Management, Bloomberg según datos HFR Inc y elaboración propia.

A pesar de que su volumen de negocio también ha aumentado en relación a otros fondos, esos 1,8 billones continúan siendo una cantidad modesta en comparación al negocio gestionado por los fondos de inversión convencionales. Sólo en EE.UU., estos últimos controlaban a finales de septiembre un total de 11,5 billones de dólares (un 87% del PIB de EE.UU.). En España, dieciocho *HF* puros y treinta fondos de fondos se han registrado en la CNMV desde su regulación en noviembre de 2006.

La explosión más reciente de la industria de los *HF* se atribuye en parte a la persistencia de unos bajos tipos de interés y al aumento espectacular de liquidez global en busca de rendimientos atractivos. Al mismo tiempo son muchos los países que han permitido el acceso del inversor minorista a las inversiones en *HF* a través de un *FHF*. En el último decenio, la industria de los *FHF* también se ha disparado, tanto en volumen como en patrimonio gestionado, y ha contribuido significativamente al propio crecimiento de la industria de los *HF*: entre 2001 y 2004 aproximadamente el 60% del crecimiento del volumen de patrimonio de los *HF* tuvo su origen en fondos de fondos⁷. Los *FHF* pasaron de gestionar a finales de 1999 un patrimonio de 42 mil millones de dólares a gestionar 1 billón en 2007⁸.

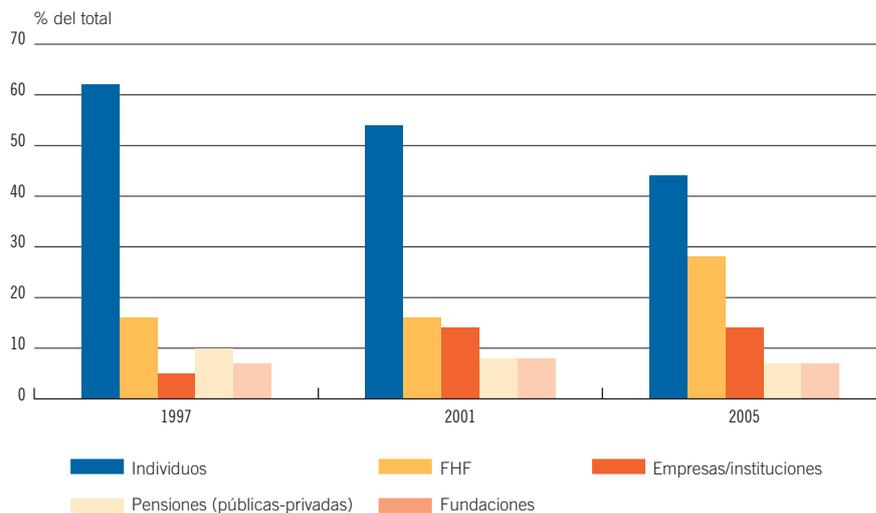
Parte del crecimiento de la industria se debe asimismo a la entrada en *HF* de inversores institucionales, fondos de pensiones y fundaciones, en busca de una mejor diversificación de sus carteras (véase gráfico 2.2). Según datos de la National Association of College and Uni-

7. CNMV, 2006. Según Fung, Hsieh *et al.* (2007), a finales de 2004 al menos el 30% de los fondos gestionados por *HF* eran inversiones de *FHF*.

8. Véase Stevenson (2007). Ello supone que los *FHF* gestionan ya más del 50% del total del patrimonio en manos de los *HF*.

versity Business Officers (NACUBO) americana, las fundaciones de EE.UU. invirtieron el 17% de su patrimonio en *HF* en 2005 (cuando sólo habían invertido un 5% en 1999). Por otra parte los 200 mayores planes de pensiones americanos aumentaron su inversión en *HF* del 0,1% de su patrimonio en 2000 al 0,8% en 2005⁹.

GRÁFICO 2.2 El tipo de inversor de los *HF*



FUENTES: Hennesse Group LLC y elaboración propia.

9. Fung y Hsieh (2007).

3. ¿A qué se dedica un HF? Herramientas básicas de inversión y estrategias

La mayoría de HF persiguen aprovechar oportunidades de arbitraje en los mercados, es decir, diferenciales en los precios de distintos valores que no se consideran sostenibles. Estas oportunidades surgen de la discrepancia entre el precio de mercado de un activo y el que se considera su valor fundamental. Además, con el fin de minimizar riesgos, los HF acostumbran a diseñar una cobertura para proteger sus carteras de las oscilaciones del mercado. Dicho enfoque es el que conlleva a largo plazo la neutralidad de mercado que se asocia a la industria de los HF aunque, actualmente, no todos los HF utilizan este tipo de estrategia. Antes de abordar las estrategias más habituales del HF actual, es necesario entender primero cuáles son las herramientas o acciones básicas que utilizan en sus operaciones financieras.

3.1. Herramientas básicas de inversión de los HF

Con tal de explotar distintas oportunidades de beneficio, los HF emplean un amplio abanico de vehículos inversores que van más allá de las tradicionales posiciones largas (compras) en mercados de acciones o bonos. Entre los recursos habituales de los HF se incluyen principalmente, además de las compras y ventas de títulos convencionales, las compras y ventas al descubierto, el uso de derivados y el apalancamiento.

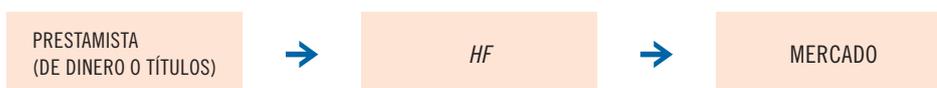
3.1.1. Comprar/vender títulos (posiciones largas)

Constituye el recurso convencional de un inversor típico. En el caso de una compra, el fondo cambia dinero por títulos (como acciones o bonos); en el caso de una venta, cambia títulos por efectivo. Una vez la transacción concluye, el HF no tiene ninguna otra obligación.

3.1.2. Comprar/vender títulos al descubierto (a margen o a crédito; posiciones cortas)

En una compra al descubierto, el fondo cambia dinero que ha tomado prestado por títulos; por lo tanto, equivale a una posición larga a crédito. En una venta al descubierto, el fondo vende títulos que ha tomado prestados por dinero. En ambos casos el fondo toma prestado un activo: dinero cuando compra; títulos cuando vende. Obviamente el «prestamista» pide algún tipo de garantía para asegurar el préstamo. Normalmente, un *prime broker* es quien presta el efectivo o los títulos al fondo al tiempo que mantiene una cuenta con activos del fondo, como garantía parcial del préstamo –denominado «margen»–, y cobra intereses. El «margen» puede consistir en efectivo o en títulos u otros activos financieros¹⁰. La empresa *prime broker* de los HF acostumbra a ser un banco de inversión.

GRÁFICO 3.1 Operación al descubierto



10. Véase el Anexo 1 para una descripción más detallada del funcionamiento del «margen».

En una venta se cierra el descubierto cuando el inversor (*HF* en este caso) recompra el título para devolverlo al prestamista; el inversor se beneficia de la operación si el título ha perdido valor desde el inicio de la misma. En una compra al descubierto, en cambio, el inversor espera que el título se aprecie en el futuro y se cierra el descubierto cuando el *HF* devuelve el dinero prestado (más intereses) ya sea con el dinero obtenido por la reventa del título original o con otros fondos.

Los *HF* no sólo utilizan ventas al descubierto para beneficiarse de la sobrevaloración de activos sino también como operaciones de cobertura.

3.1.3. Derivados

Los derivados constituyen una de las principales herramientas de los *HF* y no son más que un tipo de contrato en el cual el pago depende del valor de un activo subyacente, del tipo de interés o de un índice de mercado. Es decir, un contrato de derivados «deriva» su valor del valor de otro activo o magnitud y de aquí proviene el término «derivado».

Aunque el uso de derivados se remonta a la antigua Grecia, no fue hasta que se abandonó el sistema de tipos de cambio fijos que experimentó su verdadero desarrollo. Actualmente, los derivados más comunes son opciones, contratos a plazo (*forwards*) y futuros, si bien existen muchas variaciones y combinaciones de estos tipos de contratos. Además, a mitad de los años noventa empezaron a difundirse los derivados de crédito, instrumentos que permiten transferir el riesgo de crédito entre las partes contratantes sin transferir la propiedad del activo subyacente. Este tipo de derivados permite a los bancos, por ejemplo, mitigar la concentración de riesgo en sus carteras. Los derivados de crédito más comunes son el *credit default swap* o el *equity default swap*¹¹. Además de reducir la exposición al riesgo, los derivados también constituyen un recurso útil para llevar a cabo operaciones de arbitraje con lo cual son una herramienta básica para los *HF*.

3.1.4. Apalancamiento

Un fondo se apalanca cuando el dinero invertido o la exposición económica exceden el capital disponible (patrimonio). En general, apalancarse financieramente consiste en endeudarse para financiar una inversión. Esa deuda genera un coste financiero (intereses) pero, si la rentabilidad que genera la inversión excede los intereses a pagar, el beneficio del inversor puede multiplicarse.

Las oportunidades de arbitraje que explotan los *HF* son a menudo muy pequeñas por lo que el apalancamiento es clave para obtener una mayor rentabilidad: si invertir un capital de 100 millones de euros permite ganar 5 millones en un mes, la rentabilidad del capital es del 5% para ese período; si se toman prestados 100 millones adicionales a un interés del 2% mensual y se invierten en la misma estrategia, el retorno será del 8% sobre el capital original de 100 millones. En ese proceso de apalancamiento, la figura de los *prime brokers*, mayoritariamente bancos de inversión, es de nuevo esencial pues actúan como intermediarios para proveer la financiación que los *HF* necesitan.

11. Véase Anexo 1 para una descripción más detallada de los derivados.

Es preciso tener en cuenta que apalancarse no sólo amplifica la rentabilidad, sino también el riesgo (y las pérdidas en caso de haberlas). Por ejemplo, un *HF* que invierte 1.000 de su capital en un valor que aumenta el 10% obtendrá 100. Si, en cambio, hubiera pedido prestado 10.000 y los hubiera invertido junto con los 1.000 iniciales, podría haber ganado 1.100, lo cual representa una rentabilidad del 110% sobre la inversión con fondos propios, sin tener en cuenta los costes de la deuda. Pero si en lugar de aumentar un 10% el activo hubiera caído un 10%, de haber invertido sólo los 1.000 iniciales las pérdidas del fondo serían de un 10% y su capital se habría reducido a 900. De haber invertido apalancándose, su inversión de 11.000 habría caído a 9.900 con lo cual el fondo habría perdido 1.100 más los costes de la deuda, una cantidad superior a su capital inicial de 1.000 con lo cual no podría ni siquiera devolver la totalidad del préstamo. Por lo tanto, cuando el mercado se mueve en contra de las expectativas del inversor, el apalancamiento abre la puerta a pérdidas mayores. En caso de quebrar un *HF* altamente apalancado, la liquidación forzada de sus posiciones, posiblemente a precios desfavorables, podría acarrear fuertes pérdidas no sólo para el fondo sino para sus prestamistas debido al fuerte apalancamiento. Podría incluso afectar a otros partícipes del sistema que no estuvieran vinculados directamente al fondo o a las entidades prestamistas a través del impacto de la quiebra sobre precios, liquidez e incertidumbre (véase apartado 5.2).

3.2 Estrategias

La estrategia o estilo inversor del fondo no es más que un conjunto de normas o principios de inversión que utiliza el gestor para lograr los objetivos del fondo. En la práctica, los *HF* utilizan una amplia diversidad de estrategias. Incluso cuando invierten en activos similares y siguiendo un mismo estilo o estrategia, la gestión puede diferir en cuanto a su apalancamiento o las políticas de cobertura que utilizan. Además, al operar muchos de ellos en distintos frentes y utilizando más de una estrategia a la vez, tampoco es fácil clasificarlos en una u otra categoría.

Lo más habitual es clasificarlos de acuerdo con su estrategia inversora y, de forma secundaria, de acuerdo con otros criterios como, por ejemplo, el tipo de activo escogido para sus operaciones (acciones, bonos, bienes, etc.) o la localización geográfica de los mercados en que operan. Siguiendo este enfoque es posible agruparlos en tres grandes tipos de estilo inversor: (1) *HF* que utilizan estrategias de valor relativo o arbitraje; (2) *HF* que pretenden aprovechar oportunidades de mercado consecuencia de acontecimientos corporativos concretos (*event-driven*) y (3) *HF* oportunistas o direccionales.

1. Valor relativo: esta estrategia intenta beneficiarse de discrepancias en el precio relativo de distintos instrumentos financieros como acciones, deuda, opciones, futuros, etc. y se dedica fundamentalmente a comprar títulos infravalorados y a vender títulos sobrevalorados, intentando, en general, minimizar el riesgo de mercado. Dentro de este grupo destacarían:

- a. ***HF* de renta variable neutral al mercado:** inversiones que buscan el beneficio en la explotación de discrepancias de precio entre títulos de acciones relacionadas, neutralizando la exposición al riesgo de mercado mediante la combinación de compras y ventas al descubierto de acciones. Por ejemplo, una inversión de este tipo podría consistir en identificar posibles discrepancias de precios entre compañías competidoras dentro de un mismo sector y tomar una posición larga en la compañía más infravalorada y una posición corta en la más sobrevalorada.

- b. **HF de arbitraje de renta fija:** estrategias que intentan beneficiarse de discrepancias valorativas entre distintos tipos de títulos de renta fija. Por ejemplo, si la curva de tipos es ascendente, una posible estrategia muy básica podría consistir en pedir prestado a corto plazo e invertir a largo plazo, sacando partido del diferencial entre los tipos a corto y a largo.
 - c. **HF de arbitraje de convertibles:** persiguen estrategias que consisten en comprar una cartera de títulos convertibles, normalmente bonos convertibles, e intentan cubrir dichas posiciones vendiendo al descubierto las acciones relacionadas. En algunos casos el gestor también intenta cubrir la exposición al riesgo de tipo de interés.
 - d. **HF de arbitraje de títulos con garantía hipotecaria:** persiguen oportunidades de valoración errónea entre distintos tipos de títulos de renta fija respaldados por hipotecas al tiempo que neutralizan su exposición al riesgo de tipo de interés o de crédito.
2. **Acontecimientos corporativos o ciclo de vida corporativa (*event-driven*):** este tipo de estrategia intenta aprovechar oportunidades de beneficio generadas a raíz de un determinado acontecimiento o transacción significativa en la vida de una empresa (por ejemplo, fusiones, liquidaciones, *spin-offs*, consolidaciones, reorganizaciones, etc.). Este tipo de estrategia pretende, por tanto, anticipar el resultado de ciertos eventos corporativos y posicionarse de tal modo que pueda sacar beneficio de ellos. En este grupo se incluirían, entre otros, los *HF* que se dedican a:
- a. **Valores en dificultades:** compran o venden al descubierto títulos de compañías al borde de un proceso de reorganización, quiebra, etc.
 - b. **Arbitraje de fusiones:** se centran en compañías sometidas a una fusión. Aunque existen distintos enfoques, este tipo de estrategia suele consistir en una posición larga en la compañía adquirida y una venta al descubierto de la compañía compradora.
 - c. **Alto rendimiento:** invierten en deuda sobre la que las compañías de *rating* no emiten calificación. La clave está en la correcta valoración del riesgo de crédito del emisor de la deuda.
3. **Oportunistas o direccionales:** se dedican primordialmente a comprar títulos que consideran infravalorados y a la venta de títulos que estiman sobrevalorados sin la restricción de que la exposición de mercado que ello conlleve sea eliminada o minimizada de forma sistemática. Por ello, también se los denomina fondos no neutrales y el riesgo de la inversión puede ser más elevado que en otras estrategias que cubren sus carteras de ciertos riesgos. Los más destacados son:
- a. **Global/macro:** emplean oportunamente posiciones largas y cortas en múltiples activos, financieros y no financieros. Suelen conllevar apuestas altamente apalancadas sobre precios de valores, tipos de interés, tipos de cambio o precios de materias primas. Los gestores de los fondos macro utilizan un enfoque *top-down*, es decir, intentan predecir cómo cambios en las condiciones macroeconómicas y financieras, como la cuenta corriente o el tipo de cambio, afectarán la valoración de ciertos activos y a partir de ahí identificar diferenciales de precios que no parecen sostenibles. Los fondos

«globales» también toman posiciones en todo el mundo pero, a diferencia de los macro, siguen un análisis *bottom-up*, seleccionando activos en función de previsiones de compañías individuales.

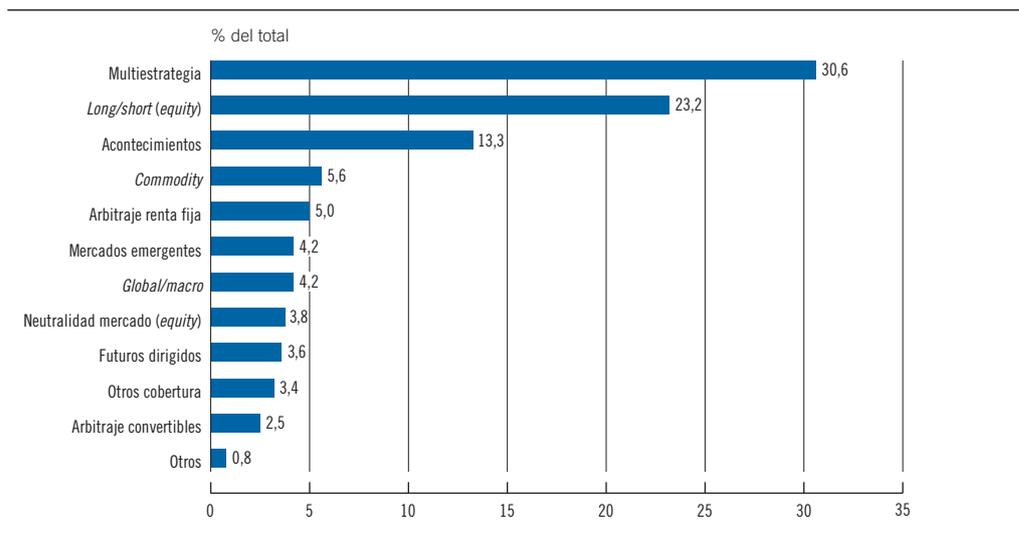
- b. **Mercados emergentes:** invierten en deuda soberana o acciones de compañías localizadas en economías emergentes o en desarrollo.
- c. **Renta variable *long/short*:** toman posiciones largas y cortas en títulos de renta variable oscilando entre posiciones largas netas o cortas netas en función de si el mercado es alcista o bajista, y en cualquier caso sin cobertura.

Por último, cabe destacar la proliferación de los *HF* con estrategia múltiple, un tipo de fondo que no se especializa en un solo estilo inversor sino que emplea distintas estrategias.

Como señalábamos en el apartado 2, en los últimos años no sólo se ha multiplicado el número de fondos sino también los estilos inversores que utilizan. En 1990, más del 70% de los activos en manos de *HF* se empleaban en estrategias tipo «macro» mientras que actualmente ninguna de las estrategias cuenta con más de un tercio del patrimonio en manos de *HF* (gráfico 3.2).

GRÁFICO 3.2 Patrimonio gestionado por fondos en distintos estilos inversores

Distribución por estrategia según patrimonio gestionado (*)



NOTA: (*) Datos marzo 2007.

FUENTES: Lipper Hedge Fund Summary (mayo 2007) y elaboración propia.

4. La rentabilidad de los HF

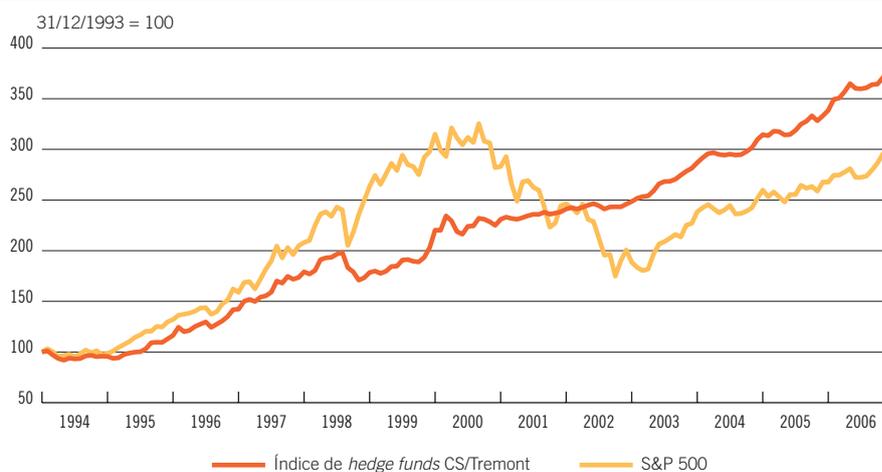
Los HF suelen presentarse como alternativas de inversión que permiten aumentar la ratio de rentabilidad esperada sobre riesgo respecto a carteras tradicionales y, al mismo tiempo, diversificar el riesgo. En principio, los datos tienden a corroborar ese punto.

Una rentabilidad media elevada

La mayoría de los datos de rentabilidad y riesgo de la industria se obtienen a partir de índices de HF –construidos a partir de distintas bases de datos de HF como las que mencionamos en el apartado 2.3– que intentan aportar una medida representativa de los resultados obtenidos por el conjunto de la industria.

Uno de los índices más comunes es el de Credit Suisse/Tremont que ofrece datos de rentabilidad de HF desde enero de 1994. Según este índice, el retorno medio de la industria HF ha sido ciertamente elevado tanto en términos absolutos como en relación a la mayoría de índices de referencia (véanse gráficos 4.1 y 4.2). Asimismo, la tabla 4.1 compara el comportamiento en términos de rentabilidad y riesgo, medido este último como la volatilidad, de otro índice de HF (el CISDM) respecto a distintos índices estándar de acciones y bonos para el período 1990-2005. Para el período analizado, el índice de HF obtiene un mayor retorno (15,13%) y muestra una ratio de Sharpe –una medida de rentabilidad corregida por el riesgo de la inversión– también mayor (1,58) que cualquiera de los índices base¹².

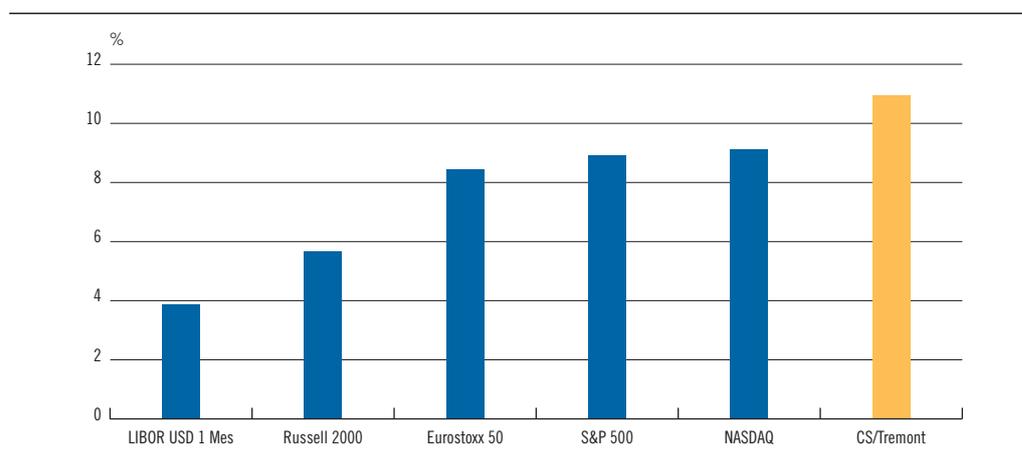
GRÁFICO 4.1 Evolución índice de HF CS/Tremont



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

12. A mayor valor, mejor valoración en términos de rentabilidad/riesgo. Véase el Anexo 1 para una descripción más detallada de la ratio de Sharpe.

GRÁFICO 4.2 Retorno medio de los HF en relación con otros índices de referencia (1994-2006)
Rendimiento anualizado



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

TABLA 4.1 Rentabilidad y riesgo en relación con otros índices de referencia, 1990-2005

	ÍNDICE CISDM DE HF	S&P 500 (BOLSA)	LEHMAN US (RENTA FIJA)	MSCI WORLD (VALORES MUNDIALES)	LEHMAN GLOBAL AGGREGATE (RENTA FIJA)
Rentabilidad anualizada	15,13%	10,55%	7,36%	7,26%	7,26%
Desv. estándar anualizada	6,97%	14,32%	3,88%	14,29%	5,22%
Ratio de Sharpe	1,58	0,45	0,83	0,22	0,60
Correlación índice HF	1,00	0,70	0,10	0,67	0,02

FUENTE: CISDM. A partir de datos mensuales.

A pesar de que, en promedio, la industria de los HF parece haber cumplido con sus expectativas, es necesario matizar los datos anteriores en tres puntos: primero, los resultados de un HF no son fáciles de valorar; segundo, la valoración de los distintos tipos de fondos depende del índice de HF que se utilice; y, tercero, no todas las estrategias han cosechado éxitos equivalentes.

Los índices disponibles se construyen a partir de distintas bases de datos, distintos criterios de selección de fondos, distintas clasificaciones de estilos y distintos métodos de construcción del índice. El resultado: un sinfín de valoraciones de la industria muy distintas, incluso contradictorias, que dificulta la interpretación por parte del inversor. Amenc y Martellini (2001, 2003) analizan la heterogeneidad existente entre los valores reportados por distintos índices y hallan diferencias notables. Para mitigar el problema, los mismos autores y EDHEC Risk and Asset Management Research construyen un «índice de índices», a partir de técnicas estadísticas elaboradas, que intenta extraer toda la información disponible en los índices existentes y construir a partir de ella un conjunto de índices alternativos que capture adecuadamente el estado y la evolución de la industria de los HF (tabla 4.2)¹³.

13. Los mismos autores aportan datos que corroboran la mayor representatividad de este grupo de índices alternativos.

Por otra parte, la misma tabla 4.2 ilustra las notables diferencias tanto en rentabilidad como en rentabilidad/riesgo entre los distintos estilos inversores. En general, aquellos fondos con estrategias que persiguen reducir o eliminar el riesgo de mercado (por ejemplo, neutralidad de mercado o arbitraje en renta fija) muestran, en términos relativos, menor riesgo y menor retorno; las de acontecimientos corporativos con limitada exposición a riesgos del propio valor (arbitraje en fusiones) muestran retornos y riesgos moderados; por último, las estrategias oportunistas con una mayor exposición a riesgos específicos (mercados emergentes, *global macro*, *long/short*) suelen obtener mayores retorno y riesgo relativos. De acuerdo con los índices EDHEC, las estrategias de inversión en títulos en dificultades son las que consiguen una ratio de Sharpe mayor.

TABLA 4.2 Rentabilidad de los HF según estrategia inversora (índices alternativos EDHEC)

ESTRATEGIAS	RETORNO ANUAL PROMEDIO DESDE ENERO 2001	DESV. ESTÁNDAR DESDE ENERO 2001	RATIO DE SHARPE
Títulos en dificultades	14,3%	3,8%	2,7
Arbitraje renta fija	7,1%	1,7%	1,8
Mercados emergentes	17,4%	7,7%	1,7
Neutralidad de mercado	6,5%	1,5%	1,7
<i>Event driven</i>	10,8%	4,4%	1,6
Valor relativo	8,1%	3,2%	1,3
<i>Global/macro</i>	8,7%	4,0%	1,2
Fondos de fondos	7,3%	3,5%	0,9
Arbitraje Convertible	7,2%	3,7%	0,9
Arbitraje fusiones	6,3%	3,1%	0,7
<i>Long/Short</i>	7,7%	5,8%	0,6
CTA Global	7,2%	9,2%	0,4
Ventas al descubierto	0,9%	13,4%	-0,2

FUENTE: EDHEC RISK, noviembre 2007.

Además de las dificultades para obtener una muestra completa y representativa de la industria y, por consiguiente, una valoración apropiada de los resultados de la misma, la exposición al riesgo de mercado de un HF es complicada de medir. Cuando se mide en términos de volatilidad, los HF parecen haberse comportado bien pero también tienen una probabilidad elevada de perder todo su patrimonio que debería tomarse en cuenta y que las medidas convencionales (como la desviación estándar de los retornos) ignoran. Asimismo, el contar en sus carteras con títulos de activos no cotizados complica también la valoración de la gestión de un HF.

Alfa vs. Beta

En definitiva, valorar la rentabilidad y el riesgo de la industria de los HF no es fácil pero, además, los índices utilizados para medirla son puramente informativos y acceder a la rentabilidad del universo existente de HF sería enormemente complicado. Un inversor puede invertir en determinados HF o en fondos de fondos pero no puede invertir en un índice del universo global de HF –en cambio, diseñar una cartera que replicara la rentabilidad del índi-

ce S&P500 sería relativamente sencillo—. Por ello, lo que importa realmente desde el punto de vista del inversor es la rentabilidad de cada fondo en particular.

Una medida habitual de la buena gestión de un fondo es utilizar estimaciones de lo que se denomina «alfa», aquella parte de la rentabilidad del fondo que no se explica por el riesgo «beta» incurrido por el mismo. Un gestor de activos financieros puede obtener rentabilidad positiva en el mercado de valores de dos maneras: incurriendo en cierto riesgo sistemático —el riesgo conocido como «beta»— por el que el mercado recompensa al inversor con una prima de riesgo y la razón por la cual los títulos de renta variable (variabilidad conlleva riesgo) suelen tener una rentabilidad esperada mayor que la deuda pública¹⁴; o incurriendo en ciertos riesgos que son específicos de un activo (o cartera) particular y esperar una recompensa por ello —lo que se conoce como «alfa»—.

A diferencia de «beta», para conseguir «alfa» son necesarias ciertas habilidades o técnicas. Los gestores de *HF* parten de la premisa de que la hipótesis de los mercados eficientes y perfectos no se cumple —hipótesis que defiende que en cualquier momento el precio de un título refleja toda la información públicamente disponible— sino que creen en los errores de valoración de los activos (ineficiencias) y sus estrategias se basan precisamente en explotar dichas discrepancias para batir sistemáticamente la rentabilidad del mercado. De aquí que alfa se equipare al valor que el gestor añade al proceso inversor a partir de la identificación de dichas ineficiencias. Una empresa gestora de activos no retribuirá en demasía a un gestor que obtiene exclusivamente un retorno basado en riesgo «beta» ya que la misma empresa podría replicar fácilmente dicha rentabilidad invirtiendo en un índice de mercado determinado y sin tener que pagar la prima al gestor. Lo que más se valorará, en cambio, será la capacidad del gestor de superar regularmente la rentabilidad del índice en cuestión, es decir, su capacidad de conseguir aumentar la rentabilidad de la cartera respecto a un índice de referencia sin incurrir con ello en un riesgo adicional.

En realidad, las fuentes de «alfa» son pocas: principalmente, disponer de una habilidad especial para identificar activos financieros infravalorados, aunque no son muchos los inversores que han demostrado poseer tal habilidad de forma consistente; o gestionar activamente una cartera de inversiones con ayuda, por ejemplo, de complejos modelos de valoración de activos.

Los *HF* gozan de ciertas ventajas competitivas para llevar a cabo una gestión activa de sus inversiones: pueden recopilar información más rápidamente, beneficiarse de un acceso más barato a los mercados, o contratar a los mejores analistas y gestores. Se espera, por tanto, que busquen su valor añadido en la gestión activa y en estrategias que exploten dichas habilidades. Por todo ello, hay quien describe los *HF* como estrategias inversoras cimentadas en la habilidad de sus gestores y atribuyen la mayor parte de sus beneficios a la habilidad o técnica personal de sus gestores. Los datos sugieren que los *HF* han conseguido ciertamente un «alfa» superior a otros fondos de inversión colectiva convencionales¹⁵.

14. Véase el Anexo 1 para una descripción más detallada de «beta».

15. Ibbotson y Chen (2005) estiman el retorno promedio de una muestra de 3.538 fondos, después de comisiones, en el 9,1% del cual el 3,7% correspondía a «alfa» y el 5,4% a «beta».

5. Interacción con los mercados financieros

En sus tiempos como gobernador de la Reserva Federal, Alan Greenspan se refirió a las «inversiones alternativas» –incluyendo los *HF*– como los «mayores contribuidores a la flexibilidad del sistema financiero». Sin embargo, también hay quien considera a los *HF* como una fuente de inestabilidad del sistema, capaces de desestabilizar los mercados.

5.1 Beneficios

Desde el punto de vista de los mercados financieros, los beneficios principales atribuidos a los *HF* son los siguientes:

- **Proveen de liquidez:** dado que a menudo toman posiciones contrarias al resto del mercado, contribuyen a aumentar la liquidez y reducen la volatilidad.
- **Facilitan el descubrimiento de precios y reducen el coste de capital:** la eficiencia de mercado exige que los precios reflejen en cualquier momento toda la información de la que disponen los inversores. Ello requiere asimismo que se puedan explotar las oportunidades de arbitraje existentes en el mercado. Es necesario, por tanto, que algunos participantes en el mercado estén dispuestos a incurrir en costes considerables para recopilar información así como capacitados para posicionarse a partir de dicha información y tratar de obtener un beneficio. Esos movimientos se trasladan a los precios de los activos que, de esta manera, tienden a reflejar la información disponible. La flexibilidad inversora de los *HF* les permite realizar operaciones de arbitraje que contribuyen al proceso de valoración correcta de los activos eliminando posibles desajustes de precio. Por ejemplo, una venta al descubierto aporta información «negativa» sobre ciertos títulos con lo cual facilita la valoración de los mismos y reduce el riesgo de sobrevaloración.
- **Innovación financiera y mayor dispersión del riesgo:** los *HF* han contribuido significativamente a acelerar el desarrollo de productos de crédito como derivados y obligaciones de deuda colateralizada, y a la titulación de un gran número de activos tradicionalmente ilíquidos al haberse convertido en importantes compradores de estos instrumentos. Ello ha contribuido a una mayor dispersión del riesgo entre distintas entidades financieras (bancos, *HF*, FICC, fondos de pensiones, etc.). Aunque es difícil cuantificar la participación de los *HF* en esta asignación de riesgos, según datos de la Shared Credit Examinations de la Reserva Federal las fuentes de crédito no bancarias (incluyendo *HF*) han pasado de mantener el 8% de los préstamos sindicados en EE.UU. en 2001 al 14% en 2006. La disponibilidad de los *HF* a quedarse con activos de alta rentabilidad (pero alto riesgo) ha permitido reducir la exposición del sistema bancario a los riesgos de crédito.

5.2 Riesgos

La casi quiebra de uno de sus colosos en 1998, el Long Term Capital Management Fund (LTCM) –que pasó de obtener una rentabilidad media anual superior al 40% a perder más de 1.800 millones de dólares en un mes y cuya situación llevó a la Reserva Federal a intervenir para evitar que la crisis se extendiera a todo el sistema financiero– hizo patentes los efectos negativos que los *HF* pueden infligir sobre la estabilidad del sistema financiero global¹⁶.

16. Véase el Anexo 2 para una descripción más detallada de dicho episodio de crisis.

La mayoría de dichos efectos derivan de la interacción de los *HF* con los bancos de inversión, que no sólo son sus principales intermediarios (véase tabla 5.1) sino que, en muchos casos, toman posiciones en el mercado similares a las de los *HF*. La complejidad de dicha interacción y la poca transparencia de muchas operaciones asociadas complican la localización del riesgo y la identificación de la exposición de los bancos, e indirectamente del sistema financiero en general, a las actividades de los *HF*.

TABLA 5.1 *Ranking de intermediarios (prime brokers)*
(Según el % del patrimonio gestionado por *hedge funds*)

1	Morgan Stanley	22%
2	Bear Stearns	19%
3	Goldman Sachs	17%
4	UBS	7%
5	Credit Suisse	5%
6	Citigroup	4%
7	Merrill Lynch	3%
8	Deutsche Bank	3%
9	Lehman Brothers	2%
10	JP Morgan	2%

NOTAS: Datos de 2005. Porcentaje correspondiente a un total de 2.397 *hedge funds* en la base de datos Lipper Tass que gestionaban un total de 497 mil millones de dólares a finales de 2005 y utilizaban los servicios de un solo *prime broker*.

FUENTE: Service Provider Directory & Guide 2006/2007 Edition.

Los principales riesgos asociados a *HF* son:

- **Riesgo de contrapartida:** puede que el riesgo del que hablábamos en el apartado de beneficios no se haya dispersado sino transformado en otro tipo de riesgo, el denominado riesgo de contrapartida. Se trata del riesgo más importante en el que incurren las entidades intermediarias al interactuar con *HF*. Consiste en la posibilidad de que el *HF* se declare insolvente en el momento del vencimiento del contrato y, por lo tanto, incumpla las obligaciones contraídas. Así, por ejemplo, un banco que compra protección para un préstamo vía un *credit default swap* con un *HF* reduce el riesgo de crédito por el préstamo original pero incurre en un riesgo de contrapartida con el *HF*. Una manera de limitar este tipo de riesgo es con la garantía o margen que los intermediarios requieren a los *HF*. En caso de crisis, las exposiciones al riesgo interconectadas entre distintas instituciones sería el canal de contagio en el sistema, lo que podría derivar en una crisis sistémica. Los bancos de inversión y otros intermediarios han mejorado sustancialmente su gestión del riesgo de contrapartida desde 1998 con lo cual son menos susceptibles de ser sorprendidos por un episodio similar al de LTCM. Se ha extendido, por ejemplo, el uso de colateral en las transacciones de derivados *OTC* (*over-the-counter*) y una mejor tecnología también facilita una mejor gestión del riesgo de contrapartida. Aun así las autoridades reguladoras continúan pidiendo un mayor progreso en ese sentido.
- **Riesgo de liquidez:** riesgo indirecto que se derivaría de la quiebra de un *HF* significativo o de un grupo de *HF* posicionados de forma similar en un mismo mercado ya que en muchos mercados son proveedores clave de liquidez. Así pues, si un *HF* de tamaño consi-

derable o un grupo de *HF* operando de forma similar en un mercado determinado se vieran obligados a liquidar sus posiciones para cumplir, por ejemplo, con requisitos de margen o para evitar pérdidas mayores, ello podría repercutir negativamente sobre la liquidez del mercado en cuestión así como presionar los precios a la baja.

- **Poder desequilibrante** en ciertos mercados a medida que aumenta el número de fondos y su concentración en dichos mercados: el aumento del número de *HF* y su creciente volumen de actividad en los mercados financieros hace que cada vez sean más los fondos que persiguen estrategias similares e intentan explotar las mismas oportunidades en determinados mercados. Ello hace temer que, en condiciones adversas, un número significativo de fondos pudieran verse obligados a liquidar simultáneamente sus posiciones y que ello desequilibrara los mercados y alterara el proceso de formación de precios. Además, los gestores de *HF* son a menudo imitados con lo cual el mero rumor de que se están posicionando puede arrastrar a otros inversores en la misma dirección (*herding*). Si otras instituciones inversoras con mayores recursos que los *HF* les siguen el impacto puede ser significativo. Por otra parte, existe la posibilidad de que algunos fondos, con la capacidad para alterar los precios de los mercados donde operan, pudieran sentirse tentados a incurrir en prácticas de abuso de mercado.

Cabe señalar que cada año, muchísimos fondos de inversión libre entran en quiebra y desaparecen sin hacer apenas ruido¹⁷. Incluso tratándose de un fondo importante, su quiebra no tiene por qué suponer una amenaza para la estabilidad del sistema financiero global si ello no repercute sobre la operabilidad de instituciones importantes (como, por ejemplo, el caso de Amaranth¹⁸). Sin embargo, el episodio de LTCM o la reciente crisis *subprime* demostraron que la confianza de los mercados puede tambalearse fácilmente en una situación de desinformación sobre el nivel y la localización del riesgo en el sistema financiero.

En vistas de la crisis derivada del episodio LTCM, algunos reguladores vieron con preocupación la posibilidad de que los bancos de inversión bajo su supervisión no evaluaran apropiadamente su exposición a riesgo de crédito respecto a determinados *HF*, sobre todo debido a la opacidad de la información respecto a las operaciones y posiciones de dichos fondos. Aunque los grandes bancos suelen analizar detalladamente los balances financieros antes de extender crédito a los *HF*, otras entidades menores pueden no disponer de la sofisticación analítica necesaria para interpretar y entender plenamente los riesgos asociados a la industria *HF* y ello puede acarrear riesgos para el sistema difíciles de eliminar.

Aunque los datos sugieren que el apalancamiento de la industria de los *HF* actual es menor que hace diez años y que la gestión del riesgo por parte de los intermediarios ha mejorado, la preocupación por posibles riesgos asociados a los *HF* ha continuado en aumento por varias razones. Principalmente, por el creciente papel de los *HF* como contraparte de entidades inversoras y bancarias¹⁹; pero también, por la mayor concentración en el ámbito operativo de los *HF*, y no sólo porque han aumentado en volumen de operaciones o en número de entidades sino porque además otras instituciones han adoptado estrategias similares a las de los *HF* y se posicionan de forma simultánea en los mercados financieros. Todo ello

17. La Financial Services Authority (FSA) de EE.UU. estima que, en promedio, al menos 20 fondos quiebran cada año.

18. Véase el Anexo 2.

19. El 12,5% de los ingresos de los bancos de inversión provienen de *HF* (CSFB Research, 2005).

contribuye a un mayor riesgo sistémico ya que en caso de un *shock* financiero importante, la compleja red de exposiciones al riesgo de las distintas partes puede aumentar el riesgo de contagio y la fragilidad del sistema. Se ha generado, por tanto, un debate sobre si es preciso regular y supervisar más estrechamente los *HF*.

5.3 Regulación y supervisión

Los *HF* deben comunicar en el folleto inversor distribuido a los clientes información sobre la estrategia que seguirán y sus objetivos de rentabilidad y riesgo. Asimismo, deben facilitarles periódicamente balances financieros auditados. Aparte de estos requisitos, sin embargo, la regulación a la que deben someterse es, en general, exigua. Se ofertan de forma privada e individualizada, no están obligados a publicar ni sus balances ni sus posiciones y en EE.UU., por ejemplo, sólo deben registrarse en la SEC (el organismo equivalente a la CNMV española) si superan un número determinado de inversores. Sin embargo, el cambio de patrón en el tipo de inversor y la mayor complejidad y opacidad de la red de exposiciones al riesgo entre *HF* y sus intermediarios, ha alimentado presiones para limitar la libertad reguladora de la que gozan los *HF*.

- **Protección de los inversores:** hasta la fecha no se ha considerado necesaria una regulación más estricta de los *HF*, sobre todo por estar limitados a un tipo de inversor que se considera capacitado para defenderse por sí mismo. Sin embargo, el cambio de patrón en el tipo de inversor, con un mayor peso de inversores institucionales e inversores individuales menos sofisticados a través de la proliferación de *FHF*, ha reabierto el debate acerca de la necesidad de establecer unas normas adicionales de protección del inversor.
- **Riesgo sistémico (estabilidad de los mercados):** la protección del inversor no es el único argumento utilizado para apretar las tuercas a los *HF*. Aunque éstos no son partícipes directos del sistema bancario, muchos bancos de inversión e instituciones financieras están prestando dinero a *HF* con lo cual una quiebra en el sector podría impactar sobre el sistema financiero en su conjunto. Los reguladores intentan evitar amenazas sistémicas en los mercados financieros mediante los requisitos de margen y límites a la exposición de intermediarios financieros a clientes individuales. Todas esas regulaciones conciernen fundamentalmente las relaciones de *HF* con bancos de inversión u otros intermediarios financieros. Aunque los bancos de inversión intentan evaluar y controlar constantemente su exposición a riesgos de crédito asociados a *HF*, el intenso uso de derivados por parte de estos últimos dificulta la obtención de información y la evaluación de dichos riesgos. Por tanto, si la autoridad monetaria corre el riesgo de verse obligada a actuar debido a la crisis de algún *HF* (como ocurrió en 1998), hay quien cree que ello es motivo suficiente para que los bancos centrales supervisen y regulen dicha industria. La internacionalización del crédito de los *HF* complica aún más la escena ya que el ente regulador de un país puede conocer la exposición de sus bancos a los *HF* y el de otro país el de los suyos pero puede que ni uno ni otro conozcan el del otro país, con lo cual es difícil valorar correctamente los riesgos que soporta el sistema financiero a escala global.
- **Integridad de los mercados:** otro de los argumentos que podría justificar una mayor regulación de la industria *HF* sería el temor a que las actividades de los *HF* puedan contribuir a desestabilizar los precios en determinados mercados en los cuales los *HF* mantienen una posición dominante (elevada cuota de mercado) y son importantes proveedores de liqui-

dez. En EE.UU. y Reino Unido, los *HF* están sujetos a regulaciones diseñadas para detectar a participantes individuales que intentan dominar o manipular ciertos mercados. En EE.UU., por ejemplo, deben informar sobre posiciones elevadas en los mercados de divisas a través del Sistema de la Reserva Federal.

- **Comportamiento impropio en activismo accionista:** hay quien considera que otro argumento válido para exigir una mayor supervisión de la industria *HF* es la excesiva influencia que ejercen estos fondos en la gestión de compañías cotizadas, pues algunos *HF* persiguen objetivos a corto plazo que podrían resultar contraproducentes para el futuro de la empresa.

Las alternativas de regulación que se barajan son tres: regular directamente los *HF*; regularlos indirectamente regulando a sus contrapartes o apelar a la autoregulación impulsando una mayor revelación de información y transparencia. La transparencia contribuiría a disciplinar la toma de riesgo de ciertas actividades de los *HF* e informaría a los mercados sobre el posible impacto del posicionamiento de distintos *HF*.

Con todo, los beneficios de una mayor transparencia no están garantizados ya que la rapidez con la que los *HF* cambian posiciones otorgaría a cualquier información un desfase temporal que la haría poco útil. Por otro lado, parte de la contribución de los *HF* a una mayor eficiencia de los mercados financieros se debe a su capacidad de obtener y poder hacer uso de información no pública y una exigencia de mayor transparencia reduciría sus incentivos a buscar esa información, menoscabando su efecto positivo sobre la eficiencia. Por lo tanto, cualquier cambio regulador debería sopesar costes y beneficios.

A pesar de que el debate continúa vivo, todo apunta a que la tendencia es efectivamente hacia un mayor control regulador. Según la División de Supervisión Bancaria y Regulación de la Reserva Federal, dada la enorme complejidad de crear un sistema de supervisión global de los *HF*, la responsabilidad recae sobre los bancos de inversión que gestionan y conceden los fondos a los *HF* para que éstos se apalanquen²⁰. Aunque la situación parece haber mejorado notablemente en el último decenio, las instituciones supervisoras y los partícipes en el mercado deben continuar supervisando las prácticas de gestión del riesgo de contrapartida, así como la infraestructura, para evitar episodios como LTCM 1998 o lo que del mismo se hubiera podido derivar de no haber intervenido la Reserva Federal.

20. Cole, R.T., Feldberg, G. y D. Lynch (2007).

6. Conclusiones

Los HF acaban de cumplir su primer año en España pero sus orígenes se remontan a mediados del siglo pasado. Desde entonces, la industria no ha dejado de crecer y en 2007 cuenta en todo el mundo con 9.000 fondos que gestionan 1,8 billones de dólares, equivalentes al 13% del PIB de EE.UU.

Alfred W. Jones fundó el primer *hedge fund* en 1949, juntando 40.000 dólares de su propio bolsillo y 60.000 dólares ajenos y, desde entonces, la industria de los *HF* no ha dejado de crecer. En los últimos veinte años se ha pasado de contar con unos cuantos fondos en manos de célebres virtuosos –como George Soros o Julian Robertson– a miles de ellos operando en un heterogéneo universo de estilos inversores, activos y mercados. En términos relativos, sin embargo, su peso es todavía modesto; los fondos de inversión convencionales en EE.UU. controlaban a finales de septiembre de 2007 un patrimonio seis veces mayor.

A pesar de su creciente relevancia, la opacidad que caracteriza a los HF –por la carencia de cifras oficiales y la escasa regulación a la que están sometidos– y la complejidad de las operaciones que llevan a cabo los convierten en una de las figuras más enigmáticas de la escena financiera actual.

Es aún muy poco lo que se sabe sobre este tipo de fondo de inversión colectiva y su diversidad actual complica aún más su caracterización. Sin embargo, mantienen ciertas características típicas de los *HF* originales: la remuneración de su gestor está condicionada, en parte, a los resultados del fondo; mantienen su acceso restringido a inversores sofisticados y, por tal motivo, están sujetos a escasa regulación y supervisión; y disponen por ello de una gran flexibilidad estratégica que les permite llevar a cabo estrategias muy distintas a las de los fondos de inversión convencionales.

Esa opacidad y la compleja red de exposiciones entre los HF y sus intermediarios financieros han despertado cierto temor sobre el riesgo sistémico que podría derivarse de la crisis de un HF y ello ha alimentado presiones para una supervisión y regulación más estrictas de sus actividades. De todas maneras, no existe consenso en este punto. Lo que parece claro es que cualquier restricción adicional a la libertad estratégica de la que gozan actualmente debería sopesar adecuadamente costes y beneficios.

La preocupación ha aumentado sobre todo a raíz del espectacular crecimiento de los *HF* en el último decenio y a su mayor peso en algunos mercados. Sin embargo, no todo el mundo coincide en que una mayor regulación sea el camino a seguir. El principal argumento de los que disienten parte de dos premisas básicas: primero, que los *HF* no sólo aportan riesgos sino también beneficios al sistema financiero; segundo, que los incentivos que les conducen a desempeñar esas funciones dependen crucialmente de la opacidad y la libertad estratégica

que su escasa regulación les permite. Mediante operaciones de arbitraje, contribuyen a valorar correctamente los activos mientras que su flexibilidad estratégica les permite ofrecer innovadoras oportunidades de diversificación y tomar riesgos que otras instituciones prefieren evitar. Todo ello puede derivar en mercados más eficientes y completos y en una mejor asignación del riesgo.

Referencias

- Amenc N. y L. Martellini (2001). «The brave new World of hedge fund indexes», Working Paper, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center.
- (2003). «Desperately seeking pure style indices», Working Paper, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center.
- Cole, R.T., G. Feldberg y D. Lynch (2007). «Hedge funds, credit risk transfer and financial stability», en *Financial Stability Review Special Issue «Hedge Funds»*, Banque de France.
- CNMV, 2006, «Estudio sobre la industria de los hedge funds».
- CSFB Research (2005). «European wholesale banks –hedge funds and investment banks», March.
- Eichengreen, B. y D. Mathieson (1999). «Hedge Funds: What Do We Really Know?», *International Monetary Fund Economic Issues 19/1999*, IMF, Washington, D.C.
- Ferguson, R. y D. Laster (2007). «Hedge funds and systemic risk», en *Financial Stability Review Special Issue «Hedge Funds»*, Banque de France.
- Fung W. y D.A. Hsieh (2007). «Hedge fund replication strategies: implications for investors and regulators», en *Financial Stability Review Special Issue «Hedge Funds»*, Banque de France.
- Fung, W., D.A. Hsieh, N. Naik y T. Ramadorai (2007). «Hedge funds: performance, risk, and capital formation.» BNP Paribas Hedge Fund Centre Working Paper Series HF-025, London Business School, London, UK. Disponible en SSRN.
- Ibbotson, R.G. y P. Chen (2005). «Sources of Hedge Fund Returns: Alfas, Betas and Costs». Yale International Center for Finance, Working Paper 05-17, Yale University, New Haven, CN.
- Stevenson, P. (2007). «Fund of hedge funds: Origins, role and future» en *Financial Stability Review Special Issue «Hedge Funds»*, Banque de France.
- Stulz, R.M. (2007). «Hedge Funds: Past, Present, and Future», *Journal of Economic Perspectives* 21(2), págs. 175-194.

Anexo 1: Glosario

«**Alfa**»: medida de la rentabilidad de un fondo que se atribuye a la habilidad del gestor del fondo y no a la evolución general del mercado.

Análisis *bottom-up*: análisis de fundamentos con enfoque ascendente, es decir, desde el nivel micro al macro.

Análisis *top-down*: enfoque que parte de un análisis de fundamentos de forma descendente, es decir empezando desde la perspectiva macro y acabando en los resultados empresariales (micro), intentando predecir cómo acontecimientos políticos o macroeconómicos globales afectarán el valor de determinados instrumentos financieros.

«**Beta**»: el coeficiente «beta» mide la volatilidad del precio de una acción en relación a la volatilidad media del mercado de valores de referencia. Una acción con un coeficiente «beta» de 1 se moverá, en promedio, siguiendo la media del mercado. Una acción con una «beta» negativa se mueve, en promedio, en sentido opuesto al del mercado. Un coeficiente «beta» altamente positivo (mayor que 1) significa que la acción es arriesgada pues es de prever que el valor de la acción aumente más que la media de mercado en un mercado alcista y que disminuya más que dicha media en un mercado bajista. El mercado suele recompensar el riesgo con una prima de riesgo de modo que «beta» se emplea también como una medida de la rentabilidad de una cartera atribuible a la evolución general del mercado de referencia. Cabe señalar que un coeficiente «beta» positivo y menor que uno no significa que el título esté libre de riesgo; simplemente indica que su exposición al mercado es baja. Una volatilidad elevada y un coeficiente «beta» pequeño indican que el riesgo del título no es consecuencia de las oscilaciones de mercado sino que es totalmente específico.

Contratos a plazo (*forwards*): constituyen la forma más básica de contrato derivado *over-the-counter* (*OTC*). Son acuerdos de compraventa de una cantidad de un activo determinado en una fecha futura y a un precio predeterminado al firmar el contrato. Los contratos a plazo ni se valoran en el mercado diariamente ni requieren ningún tipo de margen o flujo de efectivo.

Credit default swap: es un contrato financiero bilateral *OTC* según el cual el vendedor se compromete a compensar al comprador en caso de que éste incurra en una pérdida económica como consecuencia de un determinado acontecimiento de crédito (bancarrota, liquidación, falta de pago por la entidad de referencia, reestructuración de deuda, degradación de la calificación de la empresa por las agencias de calificación²¹) definido en el contrato en relación a un instrumento determinado (préstamo, bono, etc.) a cambio de una prima inicial o periódica.

Equity default swap (EDS): otro derivado de crédito que también supone un intercambio de protección entre dos partes pero en este caso el objetivo es protegerse de una posible pérdida de valor de las acciones de una compañía.

21. Moody's, S&P, FitchRatings entre otras.

Futuros: contratos similares a los «contratos a plazo» pero con la diferencia que se negocian en una bolsa o mercado organizado. A diferencia de las opciones, obligan a las partes contratantes a comprar o vender una cantidad de bienes o valores («activo subyacente») en una fecha futura y determinada, y con un precio establecido de antemano.

Intermediario principal (*prime broker*): entidad que presta una serie de servicios a los HF como préstamos de valores para sus ventas al descubierto, labores de custodia, compensación y liquidación, financiación o provisión de tecnología.

Marca de agua (*high water mark*): práctica utilizada al fijar las comisiones del gestor de un fondo según la cual el gestor sólo cobrará la comisión por resultados cuando, por ejemplo, el valor del fondo haya recuperado cualquier pérdida pasada o superado su máximo valor anterior.

Margen: para abrir una cuenta de margen en una empresa *broker* y así poder comprar o vender al descubierto, el fondo debe depositar un **margen mínimo o requisito de margen** antes de llevar a cabo la operación. Este requisito supone, en general, un simple formalismo para los HF ya que, para ellos, representa una cantidad de efectivo relativamente pequeña. Mientras el margen mínimo es el requisito para abrir la cuenta, el **margen inicial** es la cantidad exigida para efectuar una determinada compra de títulos a crédito. Así pues, si el margen inicial exigido es del 35% significa que el máximo crédito que el HF puede obtener del intermediario principal para efectuar una compra de títulos por valor de 100 dólares es de 65 dólares; 35 dólares debe ponerlos de su propio capital. En EE.UU. es la Reserva Federal quien fija el porcentaje de margen inicial. El porcentaje actual, fijado en 1974, es del 50%. En 1920, era del 10% lo cual contribuyó a elevados niveles de apalancamiento y a las condiciones de inestabilidad del mercado de valores que acabaron con la crisis de la bolsa de 1929. Por otro lado, el **margen de mantenimiento** es la cantidad mínima de fondos que el inversor debe mantener en su cuenta de margen mientras mantenga posiciones al descubierto y se fija en un porcentaje del valor de mercado total de los títulos dispuestos al descubierto. En EE.UU. el mínimo fijado es del 25%. Dado que el valor de las posiciones al descubierto varía cada día, las variaciones afectan diariamente la cuenta de margen y sus distintos márgenes. Cuando el valor de la cuenta de margen cae por debajo de su margen de mantenimiento, el HF recibe una **petición de cobertura** suplementaria, es decir, una demanda de garantías adicionales. El HF puede optar por satisfacer la petición y depositar más efectivo o títulos («variación de cobertura») en la cuenta de margen hasta cumplir de nuevo con el requisito de margen de mantenimiento o bien por vender parte de sus posiciones al descubierto para reducir el margen de mantenimiento. Aunque las instituciones reguladoras son quienes fijan los márgenes exigidos, las entidades de corretaje siempre pueden ser más exigentes y, de hecho, suelen serlo aunque discriminando entre clientes en función de sus activos o estilo inversor.

Opciones: contratos negociados, privadamente o en una bolsa o mercado organizado, que otorgan al comprador el derecho, aunque no la obligación, de comprar (*call option*) o vender (*put option*) una cantidad determinada de un activo subyacente a un precio fijado (*strike price*). Dado que una opción es un derecho y no una obligación, el comprador de la opción debe pagar un precio al vendedor (*writer*) por la adquisición del derecho –la prima de opción–. La prima dependerá de la relación entre el precio de la opción y el del activo subyacente, de la volatilidad de este último, del tipo de interés y del período de tiempo disponible para ejecutar la opción.

Over-the-counter (OTC): es una negociación bilateral de instrumentos financieros (acciones, bonos, materias primas, *swaps* o derivados de crédito). Este tipo de negociación se realiza privadamente fuera del ámbito de los mercados organizados. Un contrato *OTC* es un contrato en el cual las dos partes se ponen de acuerdo sobre las modalidades de liquidación del instrumento. Los derivados *OTC* negociados entre instituciones financieras suelen tomar como marco las cláusulas del International Swaps and Derivatives Association (*ISDA*). Entre instituciones españolas o entre instituciones españolas y particulares suele firmarse el contrato CMOF. El CMOF o Contrato Marco de Operaciones Financieras es un contrato que regula las condiciones que rigen un contrato de derivados financieros.

Período de cierre (*lock-up period*): período de tiempo durante el cual el inversor no puede retirar su inversión del fondo.

Promotor: se ocupa del *marketing* del fondo y de los servicios a los clientes.

Ratio de Sharpe: ideada a mediados de los sesenta por el premio Nobel en economía William Sharpe, esta ratio continua siendo la medida de rentabilidad ajustada por riesgo que más se utiliza en el entorno financiero. Mide el exceso de rendimiento por unidad de riesgo de un fondo y se calcula dividiendo el exceso de rendimiento por la volatilidad:

$$\text{Ratio Sharpe}_C = (R_C - R_F) / \sigma_C$$

R_C es la rentabilidad media de la cartera C ; R_F es la rentabilidad de un activo sin riesgo, y σ_C es la desviación estándar. Tanto las rentabilidades como la volatilidad suelen darse en cifras anuales con lo cual la ratio Sharpe también suele reportarse en términos anuales. Una mayor ratio indica que la rentabilidad esperada del fondo es alta en relación a la volatilidad del mismo.

Riesgo de contrapartida: riesgo en que incurre cada una de las partes firmantes de un contrato respecto al posible incumplimiento de la otra parte de los términos establecidos en el contrato.

Swap o permuta financiera: es un contrato por el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de cantidades de dinero en fechas futuras. Aunque, en general, cualquier intercambio futuro de bienes o servicios (entre ellos el dinero) referenciado a una variable observable puede considerarse un *swap*, los intercambios de dinero futuros suelen estar referenciados a tipos de interés fijos o variables –denominándose *interest rate swap*-. Por ejemplo, la empresa A, que obtuvo un préstamo bancario a un tipo de interés variable porque los préstamos a tipos de interés fijo ofrecían precios poco atractivos, puede preferir un pago fijo porque le es más fácil de cubrir con un flujo de ingresos fijos. La empresa B, en cambio, puede desear cambiar su obligación a pagar un tipo de interés fijo por otra a interés variable para beneficiarse de una caída de tipos de interés. En un *swap* simple, la empresa A pagaría una cantidad determinada de dinero a fin de intercambiar su obligación de efectuar pagos durante un período determinado sobre una determinada cantidad nominal al x% sobre el euríbor por la obligación de la empresa B a pagar intereses sobre dicha cantidad nominal a un tipo de interés fijo.

Anexo 2: HF en tiempos de crisis

LTCM 1998

El *HF* Long Term Capital Management (LTCM) fue fundado en 1994 por John Meriwether, una leyenda en Wall Street, antiguo vicepresidente de Salomon Brothers y fundador de su departamento de arbitraje. Entre su consejo directivo, LTCM contaba además con Myron Scholes y Robert C. Merton, que en 1997 compartirían el premio Nobel en economía con Fischer Black por desarrollar, entre otros logros, la famosa fórmula Black-Scholes para valorar opciones. David Mullins, antiguo vicedirector del Board of Governors del Sistema de la Reserva Federal americano, también formaba parte de los 16 socios de LTCM, así como varios destacados analistas de arbitraje que dejaron Salomon Brothers para trabajar en LTCM o académicos como Eric Rosenfeld, que se unió a LTCM tras abandonar su puesto en Harvard. En definitiva, LTCM se estrenaba con un capital copioso, un equipo de *traders* expertos y dos académicos estelares que pretendían aplicar los modelos teóricos más sofisticados al negocio financiero. Así pues, a pesar de que la aportación mínima al fondo era de 10 millones de dólares y que las comisiones estaban muy por encima de lo habitual (cobraban un 25% sobre resultados y un 2% por activos gestionados), consiguieron atraer un capital inicial de 1.250 millones de dólares, superando en ese momento cualquier otra aportación inicial a un *HF*.

Todo ello contribuyó a alimentar la idea de que la compañía lograría beneficios extraordinarios utilizando conocimientos y técnicas exclusivas. El mismo Scholes resumió su estrategia con una metáfora célebre: afirmó que LTCM sacaría dinero de su actuación como una aspiradora, succionando «nickels» (denominación coloquial de la moneda de 5 centavos americana) de donde el resto no los podría ver. En la práctica la estrategia consistió en arbitraje en renta fija con elevado apalancamiento: mediante técnicas cuantitativas y modelos muy elaborados, bases de datos extensas y asesorados por expertos teóricos, el fondo buscaba oportunidades de arbitraje en los mercados de renta fija y se posicionaba en el mercado de modo que, cuando dichas ineficiencias fueran eliminadas a través del reajuste del mercado, ellos obtendrían beneficios. En teoría, las posiciones de LTCM acarreaban un riesgo de mercado mínimo ya que cualquier posición larga era compensada por una posición corta en un instrumento similar o un derivado del mismo. De acuerdo con el modelo de Merton, el riesgo podía reducirse a cero aunque, en la práctica, algunos de los supuestos del modelo no se cumplían y por lo tanto no era cero (como bien demostraron los acontecimientos posteriores). En cierto sentido, el éxito de LTCM se fundaba en adelantarse a otros inversores que hallarían más tarde las mismas oportunidades de mercado que ellos y cuya intervención movería el mercado hacia el reajuste, y en la dirección de intercambio anticipada por LTCM, favoreciendo su beneficio. Dado que dichas oportunidades eran mayoritariamente pequeñas en cuantía económica, LTCM necesitaba tomar posiciones de gran magnitud, mediante altos apalancamientos, para generar un adecuado rendimiento.

LTCM operó desde 1994 y hasta su liquidación a principios de 2000. En sus primeros años cosechó éxitos extraordinarios. Su rentabilidad anual bruta fue del 28%, 59% y 57%, en 1994, 1995 y 1996, respectivamente. Mientras que un dólar invertido en LTCM durante este período habría resultado en una posición neta de aproximadamente 3,50 dólares, el mismo dólar invertido en el índice S&P 500 se habría saldado en una posición neta de 1,60 dólares. En 1997, sin embargo, el fondo sufrió un retroceso y su rendimiento fue sólo del 17% *ver-*

sus un 31% del índice S&P. En ese punto los activos del fondo sumaban 120.000 millones de dólares mientras su capital era de 7.300 millones (un apalancamiento de 16,4 a 1) y los gestores del fondo decidieron en primer lugar, y para tranquilizar los ánimos de sus inversores, devolverles 2.700 millones del capital aunque manteniendo sus posiciones –lo cual aumentó el apalancamiento a 25 a 1–. Además, LTCM cambió de estrategia y se aventuró en otros estilos inversores en los cuales no tenía tanta experiencia: opciones, arbitraje en fusiones, intercambios direccionales en varios mercados, etc. Por ejemplo tomaron posiciones en opciones cuyo valor de mercado dependía de la volatilidad del título subyacente. Cuando la volatilidad se situó por encima de sus valores históricos LTCM se posicionó de tal manera que obtendría beneficios si la volatilidad se reducía.

En último término las volatilidades efectivamente bajaron, pero a corto plazo estas posiciones situaron LTCM al borde de la quiebra. Después de la crisis asiática de 1997, la mayoría de los mercados financieros se mantenían inestables y LTCM no consiguió superar el bache. En mayo de 1998 la rentabilidad neta del fondo cayó un 6,42%, en junio un 10,14% y la situación se agravó aún más en julio cuando Salomon Brothers decidió de repente liquidar sus posiciones en el negocio de arbitrajes, en el que LTCM tenía posiciones muy similares, y el fondo perdió un 10% en un mes. El panorama de LTCM se oscureció aún más en agosto cuando Rusia devaluó el rublo y se declaró insolvente para pagar su deuda soberana, desestabilizando los mercados. A principios de 1998, LTCM se posicionó de acuerdo con el criterio de que ciertas inversiones líquidas de calidad estaban sobrevaloradas respecto a otras inversiones menos líquidas o de peor calidad. Así, por ejemplo, LTCM apostó por la eliminación de diferenciales en tipos de interés. Lo normal es suponer que los mercados establecen cierto equilibrio entre dichos tipos y cuando se desvían es de esperar un reequilibrio. Lo que ocurrió, sin embargo, con la desestabilización de los mercados en 1998 fue que los inversores buscaron desesperadamente inversiones seguras por lo cual evitaron mercados impredecibles y apostaron por activos de calidad, aún a pesar de los elevados diferenciales en activos más arriesgados. Para LTCM, que había apostado por un reequilibrio, fue un desastre y casi entró en quiebra.

A finales de agosto de 1998 había perdido 1.850 millones de dólares y su capital se situaba en 2.300 millones lo cual, al no ir acompañado de una reducción de cartera, que alcanzaba por entonces 107 mil millones de dólares, disparó su apalancamiento hasta niveles alarmantes –se situó en 45 a 1–, especialmente en tiempos volátiles como los del momento. Las tres primeras semanas de septiembre, su capital se desmoronó y alcanzó los 600 millones con un valor en activos de 80 mil millones. El 2 de septiembre los socios de LTCM mandaron un fax a sus inversores reconociendo los problemas del fondo y solicitando más capital para explotar lo que describían como oportunidades atractivas de arbitraje. No hubo respuesta por parte de los inversores y la carta apareció en Internet de modo que los problemas del fondo trascendieron a la luz pública. Era muy difícil convencer a alguien para que comprara LTCM y fue entonces cuando la Reserva Federal decidió intervenir. El 20 de septiembre, una delegación de la Reserva Federal de Nueva York y el Tesoro americano visitó LTCM para evaluar la situación.

Tal y como se desveló en un informe posterior del gobierno americano, la situación era realmente preocupante –un dólar invertido en marzo de 1994 en LTCM valía en diciembre de 1998 10 centavos de dólar–. Dada la magnitud de la cartera de LTCM, su elevado apalancamiento y

su complicado engranaje de operaciones con otras instituciones de Wall Street, una eventual liquidación del fondo podía haber desestabilizado la mayoría de los grandes mercados.

Goldman Sachs, AIG y Berkshire Hathaway se ofrecieron entonces para comprar el fondo por 250 millones de dólares e inyectar 3.750 millones en capital nuevo. El fondo sería operado por Goldman Sachs. La oferta, puramente comercial al comprar el fondo por debajo de su valor, fue rechazada por los socios de LTCM, pues les habría evitado la quiebra pero les habría costado el resto de su capital y sus puestos de trabajo y además creían poder obtener una mejor oferta de la Fed. Y así fue. El 23 de septiembre, a fin de evitar un colapso de dimensiones considerables de los mercados financieros, un consorcio de 14 bancos, acreedores de LTCM, liderados por la Reserva Federal de Nueva York coordinaron una operación de rescate por la cual ofrecían comprar el 90% del fondo por 3.650 millones de dólares. Con este capital y con lo que quedaba del capital del fondo (350 millones) consiguieron alcanzar los 4.000 millones y retornar la ratio de apalancamiento a 25:1. Los gestores mantenían el 10% (400 millones), la gestión y las comisiones.

El rescate de LTCM puede verse como una reorganización de bancarrota semioficial donde sus mayores acreedores pasaron a ser propietarios esperando salvar el máximo de valor posible. Fueron muchos los que criticaron la intervención de la Reserva Federal defendiendo que debería haberse resuelto por sí solo y no con intervención gubernamental: si lo que persigue la RF es promover la estabilidad de los mercados, debería asegurarse de alinear los incentivos de los partícipes en el mercado de tal forma que procuren por su propia salud financiera sin contar con el rescate de las autoridades monetarias. Sin embargo, la Reserva Federal justificó su intervención aludiendo al riesgo de que una quiebra potencial del fondo hubiera podido desencadenar una crisis en los mercados financieros²². Por su parte, los acreedores encontraban justificación en el hecho de que las pérdidas financieras que hubieran sufrido de desencadenarse tal crisis hubieran podido exceder con creces las pérdidas por el impago de la deuda concedida a LTCM. Al final LTCM sobrevivió el tiempo suficiente para saldar su deuda pero a principios de 2000 fue liquidado.

Después de la experiencia LTCM, fueron varios los bancos que tomaron medidas para reducir sus riesgos de contrapartida e impusieron, entre otras medidas, demandas de margen más elevadas para sus préstamos a HF. Los HF, a su vez, también redujeron su apalancamiento. No es obvio que el episodio LTCM aporte motivos suficientes para estrechar la regulación y supervisión de los HF. Ello depende de si dicho episodio fue un hecho puntual o es, en cambio, indicativo de los peligros que la industria de los HF impone sobre el sistema financiero global.

AMARANTH, 2004

Amaranth Advisors LLC era un HF americano que gestionaba un patrimonio de más de 9.000 millones de dólares en activos y cuyo desplome en septiembre de 2006 representó el mayor colapso –en términos de capital– de la historia de la industria de los HF desde el episodio de LTCM: en una sola semana perdió prácticamente 6.000 millones de dólares. Dos de los fondos de la gestora perdieron más de un 50% en una semana debido a una apuesta fallida: los gestores creían que el precio del gas natural iba a subir, pero cayó un 12%.

22. 17 contrapartes, mayoritariamente grandes bancos, podrían haber perdido un total entre 3 y 5 mil millones de dólares si LTCM no hubiera sido salvado (Ferguson y Laster, 2007).

Fundada por Nicholas Maounis con base en Greenwich (Connecticut, EE.UU.), aún siguiendo un estilo inversor multiestrategia, el arbitraje de convertibles representaba su mayor fuente de beneficios. A principios de los 2000, aumentó progresivamente el número de fondos *HF* operando en arbitraje de convertibles con lo cual las oportunidades de beneficio no sólo se redujeron sino que eran más difíciles de identificar.

Así pues, en 2004 y sobre todo 2005 el fondo había desplazado gran parte de su negocio al mercado de materias primas energéticas y explotaba diferenciales en el mercado de gas natural, apostando mediante instrumentos derivados por la subida del precio del gas natural. En 2005 obtuvo con ello enormes beneficios, especialmente a raíz de los daños acarreados por el huracán *Katrina* en la industria productora y refinadora de petróleo y gas natural. Esperando repetir, el fondo tomó posiciones apalancadas apostando por un aumento del diferencial entre el precio de los contratos futuros de gas natural en marzo 2007 y marzo 2008 en relación al precio de los contratos de abril 2007 y abril 2008 (largos en contratos de marzo y cortos en contratos de abril). Pero no ocurrió así. El diferencial entre los futuros de marzo y abril de 2007, por ejemplo cayó de 2,49 dólares en agosto de 2006 a 0,58 en septiembre. Este declive fue catastrófico para Amaranth que perdió 6.500 millones de dólares, más del 65% de sus activos. Las pérdidas se amplificaron por el alto nivel de apalancamiento de Amaranth.

Esas pérdidas no representaron una amenaza para los mercados financieros como la que había impuesto la crisis de LTCM pero sí acarrearón una mayor presión sobre la SEC para regular la industria de los *HF*. Cabe señalar que la apuesta de Amaranth era probablemente más arriesgada que la de LTCM ya que no se fundaba en regularidades históricas, al ser muy difícil predecir cambios en el valor de futuros de un mes a otro. A finales de septiembre, el fundador de Amaranth comunicó a los inversores la suspensión del fondo y el 1 de octubre encargó a Fortress Investment Group la liquidación de sus activos. En julio de 2007, la Comisión de Intercambio de Futuros de Bienes (CFTC) levantó cargos en contra de Amaranth y su principal *trader* en energía, Brian Hunter, por intentar manipular el precio de los futuros de gas natural incluyendo falsas afirmaciones al New York Mercantile Exchange (NYMEX).

Los fondos conocidos como *global/macro*, como los de Amaranth, son los que han perjudicado la reputación del sector porque toman posiciones direccionales, es decir, apuestan por la dirección del mercado en uno u otro sentido, además de utilizar de forma generalizada el apalancamiento para amplificar sus apuestas, aun con el riesgo de equivocarse en la dirección invertida. Sin embargo, este tipo de fondo direccional representa una proporción minoritaria del total del sector mientras que la mayoría utiliza estrategias que tratan de eliminar el riesgo de mercado, con lo que el riesgo del fondo se concentra en aspectos como la habilidad del gestor, su capacidad tecnológica o su operativa. Además, lo que hacen muchos fondos es gestionar el riesgo, no los activos, por lo cual su volatilidad puede ser mucho menor a la de algunos de los índices de referencia básicos como el S&P 500.

Servicio de Estudios de "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

www.laCaixa.es/estudios

Correo electrónico:

publicacionesestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2007

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

1. El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación? Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell y Àlex Ruiz Posino

2. El empleo a partir de los 55 años Maria Gutiérrez-Domènech

3. Offshoring y deslocalización: nuevas tendencias de la economía internacional Claudia Canals

4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España? Marta Noguer

5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández

6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres Maria Gutiérrez-Domènech

7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Claudia Canals y Marta Noguer

8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell

9. El enigmático mundo de los hedge funds: beneficios y riesgos Marta Noguer

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal

3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals, Marta Noguer

4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

01/2006. What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology Claudia Canals

02/2006. Government Spending and Consumption-Hours Preferences J. David López-Salido and Pau Rabanal

03/2006. Outsourcing and your Collar's Color Claudia Canals

04/2006. The Employment of Older Workers Maria Gutiérrez-Domènech

05/2006. The Determinants of Cross-Border Investment: A Value Chain Analysis Claudia Canals and Marta Noguer

06/2006. Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective Pau Rabanal

01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain Maria Gutiérrez-Domènech

02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein

03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate Pau Rabanal and Vicente Tuesta

04/2007. European Telecoms Regulation: Past Performance and Prospects Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Servicio de Estudios en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Carles Boix
University of Princeton
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Juan José Dolado
Universidad Carlos III
- Jordi Galí
CREI y Universitat Pompeu Fabra
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Víctor Pérez Díaz
Universidad Complutense
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Xavier Vives
IESE Business School y UPF

Dirección

- Jordi Gual
Subdirector General de "la Caixa"



001521123899



Publicación impresa
en papel y cartulina
ecológicos